



宏观研究报告

2022年11月2日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

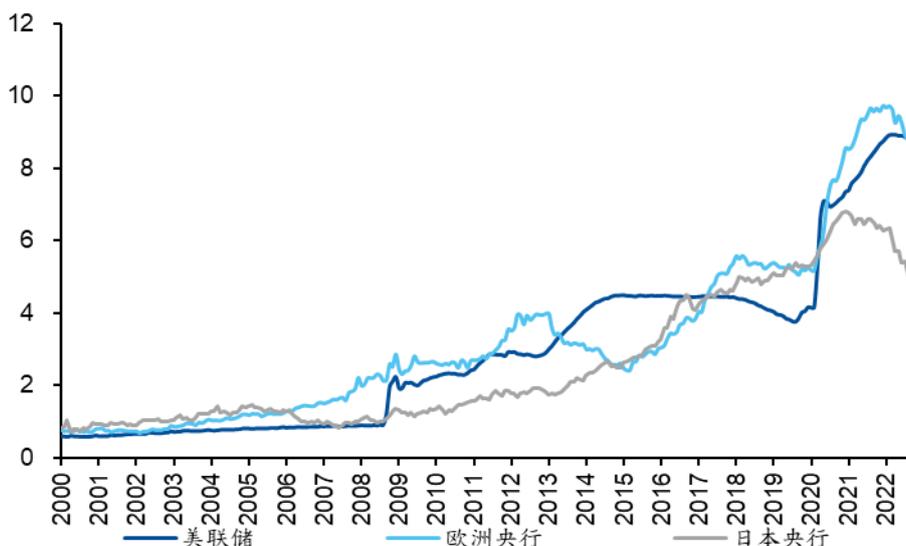
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

美联储转向 vs 财政版 QE?

主要央行处于“缩表”进程中（万亿美元）



数据来源：彭博，国泰君安国际

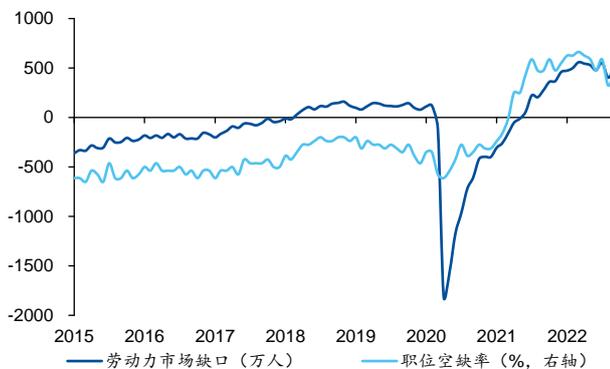
- 美联储在本周的议息会议是市场的焦点事件。尽管市场在此前揣测美联储在加息 75 个基点后，会给出政策即将转向（Fed Pivot）的信号。但事实上，在此前公布一系列经济数据后，美联储大概率不会在本次会议上给出政策即将转向的信号。
- 对于美联储而言，劳动力市场仍然强劲，经济没有出现明显的失速，但核心 PCE 价格指数仍然处于历史高位，一系列数据表明薪资压力仍将大概率成为通胀的主要贡献来源，而由于薪资上升对于通胀而言更多带来的是中长期压力，鲍威尔在此时松口的可能性相当低。
- 与此同时，市场也开始揣测美国财政部的债券回购计划是否意味着某种程度的量化宽松政策。这也让财政版 QE 成为近期市场热议的话题之一。
- 但事实上，这样的操作更接近于“扭曲”操作，而非 QE。对于规模巨大的美国国债市场而言，美联储的地位仍然是主导性的。从主要央行的资产负债表来看，其缩表的节奏还是相当明确的。

美联储在本周的议息会议是市场的焦点事件。尽管市场在此前揣测美联储在加息 75 个基点后，会给出政策即将转向（Fed Pivot）的信号。但事实上，在此前公布一系列经济数据后，美联储大概率不会在本次会议上给出政策即将转向的信号。

劳动力市场仍然火热

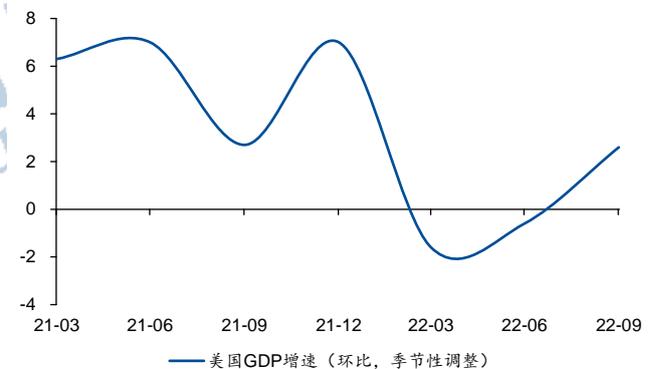
在美联储议息会议前，美国刚刚公布的职位空缺数（Job Openings and Labor Turnover Survey, JOLTS）超出市场预期，这也导致了职位空缺率在 8 月份的短暂下跌后再度攀升至 6.5% 的水平，由于这一水平仍然处于历史高位，加上美国的失业率仍然处于历史低位，因此这样的就业数据表明劳动力市场的压力仍然很大，同时薪资压力也将持续存在。从这个角度而言，美联储官员轻言政策转向的可能性很低——因为这很可能会让此前压制通胀的努力付之东流。

图 2: 美国劳动力市场职位空缺率再度上升



数据来源: Choice, 国泰君安国际

图 3: 第三季度 GDP 增速超出市场预期



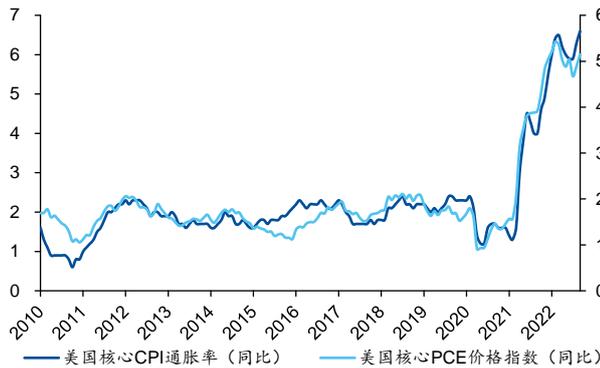
数据来源: Choice, 国泰君安国际

而另一个超出市场预期的数字，是美国第三季度 GDP 增速，数据显示，美国经济在第三季度环比增长 2.6%，扭转了此前连续两个季度的负增长而带来的技术性衰退的势头。由于目前的个人消费数据仍然保持强劲，市场似乎也很难给出美国经济会在何时进入衰退的明确预期。

换言之，对于美联储而言，劳动力市场仍然强劲，经济没有出现明显的失速，但核心 PCE 价格指数仍然处于历史高位，一系列数据表明薪资压力仍将大概率成为通胀的主要贡献来源，而由于薪资上升对于通胀而言更多带来的是中长期压力，鲍威尔在此时松口的可能性相当低。

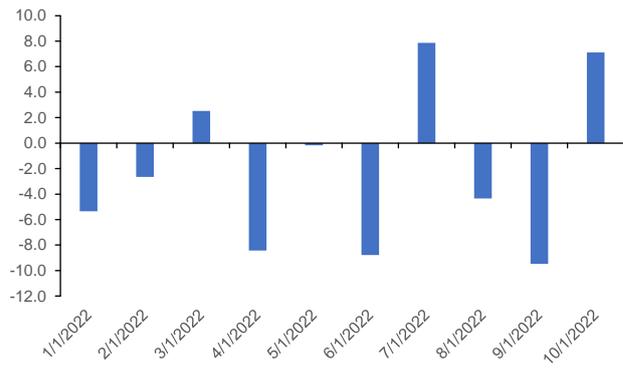
与此同时，由于全球股市在过去的 10 月份表现尚可，美联储也很难从维护金融稳定的角度而给出谨慎的措辞。

图 4: 美国核心通胀指标仍处在高位



数据来源: Choice, 国泰君安国际

图 5: MSCI全球指数月度回报 (%)



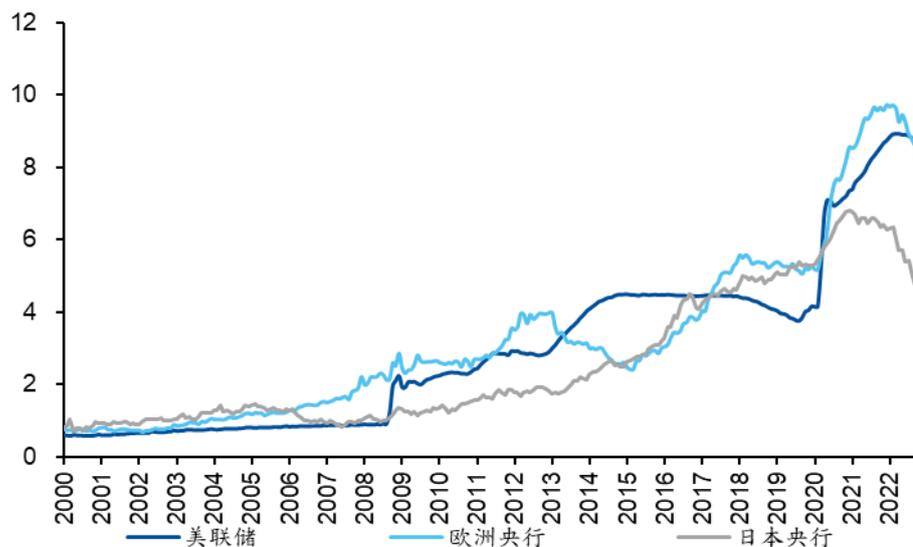
数据来源: Choice, 国泰君安国际

财政版 QE?

与此同时, 市场也开始揣测美国财政部的债券回购计划是否意味着某种程度的量化宽松政策。这也让财政版 QE 成为近期市场热议的话题之一。

随着全球央行陆续结束过去 10 年间盛行的宽松货币政策, 全球金融市场的波动性开始明显上升。当英国央行被迫采取紧急计划, 即通过暂时购买政府债务以给英国养老金更多时间来平仓后, 美国财政部也开始担心美国债券市场是否缺乏充足的流动性, 随即提出了回购旧债的方案。值得一提的是, 该方案是独立于美联储缩表计划的。

图6: 主要央行处于“缩表”进程中 (万亿美元)



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

美国财政部 10 月 14 日表示, 计划在 10 月底与其一级交易商讨论回购部分发行时间较长的国债以提高国债市场流动性。若该计划通过, 它将为美国财政部提供一种新的工具来改善市场流动性状况。

国债回购如何运作

财政部的这个方案旨在回收 (Sop Up) “不被市场所需要” 的旧债券, 因为一旦它们被新发行的债券所替换, 它们就更难被交易。该计划具有以下优点, (1) 这个方案实际是一个债券供给侧管理项目, 但是财政部也有可能长期使用这个工具来定点改善债券市场中的流动性; (2) 除改善流动性外, 国债回购还能够释放交易商的资产负债表, 从而进一步促进其购买国债并扩张

资产负债表；(3) 对长端债券的回购可以优化目标期限结构，从而降低整体融资成本。

但事实上，这样的一个操作更接近于“扭曲”操作，而非 QE。对于规模巨大的美国国债市场而言，美联储的地位仍然是主导性的。从主要央行的资产负债表来看，其缩表的节奏还是相当明确的。在这一过程中，美国财政部的回购主要是为了改善利率结构以及降低市场无序波动。更加重要的是，财政部有能力回购，事实上表明今年的财政状况好于预期，这也在一定程度上印证着劳动力市场的表现。

因此，市场对于美国货币政策“转向”以及财政政策“更加进取”的关注，反映出市场对于未来进一步紧缩的担忧，并开始担忧美联储更长的政策紧缩可能会对全球资产价格带来长期的冲击。但对于美联储而言，目前的主要经济指标没有明显恶化迹象，而由于劳动力市场的紧绷，通胀的压力似乎将在一个较长时间内存在。总体而言，市场可能会被美联储的鹰派措辞再度打击，但美联储眼下更加需要关心的是价格稳定。



国泰君安
GUOTAI JUNAN

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558 HK)、顺丰房托(02191 HK)、郑州银行(06196 HK)及小鹏汽车-W(09868 HK)，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的新天绿色能源(00956 HK)、中国联塑(02128 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、复星国际(00656 HK)、科济药业-B(02171 HK)、民生银行-H股(01988 HK)、协鑫新能源(02972 HK)、周大福(01929 HK)、彩虹新能源(00438 HK)、商汤-W(00020 HK)、金融街物业(01502 HK)、国美零售(00493 HK)、腾讯控股(00700 HK)、广汽集团-H股(02238 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、深圳高速公路股份(00548 HK)、深圳国际(00152 HK)、中海物业(02669 HK)、奥园健康(03662 HK)、金科服务(09666 HK)、雅生活服务(03319 HK)、甘肃银行(02139 HK)、滨海投资(02886 HK)、乐享互动(06988 HK)、华南城(01668 HK)、中国旭阳集团(01907 HK)、移卡(09923 HK)、威高股份(01066 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、碧桂园(02007 HK)、中梁控股(02772 HK)、四环医药(00460 HK)、中广核电力-H股(01816 HK)、中广核新能源(01811 HK)、中广核矿业(01164 HK)、金山软件(03888 HK)、江苏宁沪高速公路(00177 HK)、交通银行-H股(03328 HK)、中国外运-H股(00598 HK)、绿城中国(03900 HK)、中国有色矿业(01258 HK)、泉峰控股(02285 HK)、新创建集团(00659 HK)、哔哩哔哩-W(09626 HK)、宝龙地产(01238 HK)、凯莱英-H股(06821 HK)、龙光集团(03380 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、谭仔国际(02217 HK)、新世界发展(00017 HK)、奈雪的茶(02150 HK)、小米集团-W(01810 HK)、旭辉永升服务(01995 HK)、中石化冠德(00934 HK)、中石化炼化工程-H股(02386 HK)、中国石油化工股份-H股(00386 HK)、泡泡玛特(09992 HK)、晨鸣纸业(01812 HK)、理文造纸(02314 HK)、思摩尔国际(06969 HK)、中关村科技租赁(01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有，或将会为本研究报告所评论的百度集团-SW(09888 HK)、吉利汽车(00175 HK)、比亚迪股份-H股(01211 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、工商银行-H股(01398 HK)、中银香港(02388 HK)、中国银行-H股(03988 HK)、汇丰控股(00005 HK)、中国平安-H股(02318 HK)、中国人寿-H股(02628 HK)、腾讯控股(00700 HK)、联想集团(00992 HK)、中国移动-H股(00941 HK)、香港交易所(00388 HK)、银河娱乐(00027 HK)、长城汽车-H股(02333 HK)、友邦保险(01299 HK)、金沙中国有限公司(01928 HK)、瑞声科技(02018 HK)、舜宇光学科技(02382 HK)、国药控股-H股(01099 HK)、中国海洋石油(00883 HK)、药明生物(02269 HK)、美团-W(03690 HK)、快手-W(01024 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、中国铁塔-H股(00788 HK)、小米集团-W(01810 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、网易-S(09999 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、中芯国际(00981 HK)、阿里健康(00241 HK)、融创中国(01918 HK)、龙光集团(03380 HK)、中国奥园(03883 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及之个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经手人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员、交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有，不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com